

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

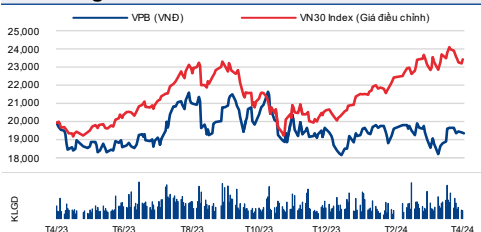
Giá mục tiêu: VNĐ22,800 (từ VNĐ24,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (10/4/2024)	19,350
Mã Bloomberg	VPB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,150-21,638
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	19,367
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	153,521
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,156
Slg CP lưu hành (tr.đv)	7,934
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,380
Slg CP NN được mua (tr.đv)	189
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	27.6%
Tỷ lệ freefloat	58.3%
Cổ đông lớn	Ông Dũng, gia đình (13.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.84	(1.28)	(2.87)
So với chỉ số	0.74	(9.18)	(17.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,168	1,878	15.5
2025F	2,795	2,614	6.9
2026F	3,446	3,100	11.2

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

VPB hiện có quy mô tổng tài sản lớn thứ ba trong nhóm các NH tư nhân. Với chiến lược xây dựng một NH đa năng, VPB cung cấp toàn diện các giải pháp và dịch vụ tài chính bao gồm NH thương mại, chứng khoán, cho vay tiêu dùng, và bảo hiểm.

Chuyên viên phân tích

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính

ha.plien@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ nhưng vẫn còn thách thức

- HSC hạ khuyến nghị đối với VPB xuống Tăng tỷ trọng và giảm 7% giá mục tiêu xuống 22.800đ, chủ yếu sau khi hạ dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 dựa trên các xu hướng làm KQKD năm 2023 thấp hơn dự báo.
- HSC tin rằng lợi nhuận của VPB đã chạm đáy và kỳ vọng sẽ có một sự hồi phục mạnh nhờ tăng trưởng tín dụng tích cực, tỷ lệ NIM cải thiện và chi phí tín dụng giảm. Sau khi điều chỉnh, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng trung bình 3 năm ở mức 40%, từ mức nền thấp năm 2023. Tuy nhiên, HSC cho rằng Ngân hàng vẫn phải đối mặt với những thách thức phía trước, đặc biệt là đối với chất lượng tài sản và chi phí dự phòng.
- VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,04 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và thấp hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân. Tại giá mục tiêu, P/B dự phóng năm 2024 là 1,25 lần.

Sự kiện: Phân tích triển vọng

LNTT hợp nhất năm 2023 của VPB đạt 11 nghìn tỷ đồng, giảm 48% so với cùng kỳ (hoặc giảm 30% so với cùng kỳ sau khi điều chỉnh khoản lãi không thường xuyên trong năm 2022) và chỉ đạt 81% dự báo cả năm 2023 của chúng tôi. Kết quả thực hiện thấp hơn dự báo chủ yếu do áp lực cao hơn dự kiến đối với tỷ lệ NIM và chi phí tín dụng, trong khi tăng trưởng tín dụng vẫn mạnh.

Mặc dù điều chỉnh giảm dự báo – chủ yếu do các xu hướng làm KQKD năm 2023 thấp hơn dự báo - HSC tin rằng triển vọng ngành ngân hàng trong năm 2024 sẽ cải thiện so với năm ngoái nhờ mặt bằng lãi suất thấp, kinh tế khởi sắc và các chính sách hỗ trợ tiếp tục được duy trì; VPB dự kiến sẽ không nằm ngoài xu hướng này.

Tác động: Hạ dự báo lợi nhuận năm 2024-2025

HSC giảm lần lượt 4,7% và 12,2% dự báo lợi nhuận thuần hợp nhất năm 2024-2025 với những điều chỉnh về tỷ lệ NIM (giữ nguyên trong năm 2024 nhưng hạ giả định cho năm 2025), thu nhập ngoài lãi (hạ dự báo năm 2024 nhưng nâng dự báo cho năm 2025) và chi phí dự phòng (nâng dự báo trong năm 2024-2025).

Ước tính lợi nhuận ròng 2024-2026 mới của chúng tôi – cao hơn bình quân 11% so với thị trường – cho thấy sự phục hồi, tăng trưởng mạnh mẽ 72,5% trong năm nay và tiếp tục tăng trưởng 28,9% và 23,3% trong 2025-2026, tăng trưởng CAGR 3 năm theo đó đạt 40% từ mức nền thấp năm 2023.

Định giá và khuyến nghị

HSC tin rằng KQKD kém tích cực trong năm 2023 đã phản ánh hoàn toàn vào giá cổ phiếu, giảm 1% trong 3 tháng qua, kém hiệu quả so với chỉ số VNI và cổ phiếu cùng ngành. VPB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,04 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và cũng thấp hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,06 lần.

HSC hạ khuyến nghị đối với VPB xuống Tăng tỷ trọng và giảm giá mục tiêu xuống 22.800đ, tương đương tiềm năng tăng giá 18% và P/B dự phóng năm 2024 là 1,25 lần, cao hơn một chút so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,2 lần. Cần đối giữa kỳ vọng lợi nhuận hồi phục mạnh, nền vốn vững chắc & tiềm năng tăng trưởng tài sản cao hơn mức bình quân ngành với rủi ro liên quan đến chất lượng tài sản, HSC khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với VPB. Nếu bao gồm lợi suất cổ tức 5,2%, tổng lợi suất kỳ vọng một năm tới sẽ khoảng 23%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 12/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	41.0	38.2	51.1	62.5	73.9
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	43.7	35.8	48.5	60.1	70.6
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	18.2	9.97	17.2	22.2 ▼	27.3
EPS (đồng)	2,718	1,433	2,168	2,795 ▼	3,446
DPS (đồng)	-	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	14,425	16,969	18,248	20,043	22,589
P/E (lần)	7.12	13.5	8.92	6.92	5.61
Lợi suất cổ tức (%)	-	5.17	5.17	5.17	5.17
P/B (lần)	1.34	1.14	1.06	0.97	0.86
Tăng trưởng EPS (%)	54.0	(47.3)	51.3	28.9	23.3
ROAE (%)	20.7	8.62	12.3	14.6	16.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Nhiều khả năng hồi phục từ đáy

Mặc dù HSC giảm lần lượt 4,7% và 12,2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh lần lượt 72,5%, 28,9% và 23,3% trong giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi tin rằng lợi nhuận của VPB sẽ hồi phục từ đáy trên cơ sở triển vọng chung của ngành ngân hàng cải thiện, mức nền vốn của VPB vững chắc hơn và tiềm năng từ các công ty con của Ngân hàng. HSC hạ khuyến nghị đối với VPB xuống Tăng tỷ trọng và giảm giá mục tiêu xuống 22.800đ, tương đương tiềm năng tăng giá 18% và P/B dự phóng năm 2024 là 1,25 lần (so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,2 lần).

Hạ dự báo nhưng kỳ vọng hồi phục mạnh

Sau khi phân tích KQKD năm 2023, kế hoạch năm 2024 của Ngân hàng và triển vọng toàn ngành, HSC giảm lần lượt 4,7% và 12,2% dự báo lợi nhuận năm 2024-2025 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 40% (từ mức nền thấp) với mức tăng trưởng mạnh lần lượt 72,5%, 28,9% và 23,3% trong giai đoạn 2024-2026.

Cho năm 2024, mặc dù vẫn còn những lo ngại về chất lượng tài sản và dự phòng, doanh thu dự kiến sẽ hồi phục nhờ tỷ lệ NIM hồi phục (nhờ chi phí huy động giảm xuống), quy mô dư nợ cho vay mở rộng mạnh mẽ cùng với thu nhập phí dịch vụ ổn định.

Trong số các công ty con, HSC kỳ vọng FE Credit (công ty tài chính tiêu dùng) sẽ lợi ngược dòng từ lỗ sang lãi, trong khi cả VPBankS (công ty chứng khoán) và OPES (công ty bảo hiểm phi nhân thọ) đều sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh.

Chúng tôi tóm tắt giả định, dự báo lợi nhuận trong Bảng 1-2, và cơ cấu LNTT (quá khứ và dự báo) trong Bảng 3-4.

Bảng 1: Những thay đổi dự báo lợi nhuận quan trọng, VPB hợp nhất

HSC điều chỉnh giảm lần lượt 4,7% và 12,2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025; nhưng kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng cao với tốc độ CAGR 3 năm là 40% từ mức nền thấp

Tỷ đồng	2022	Dự báo cũ			Dự báo mới			
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2026
Thu nhập lãi thuần	41,021	37,963	49,273	62,093	38,175	51,070	62,538	73,902
Tăng trưởng	19.4%	-7.5%	29.8%	26.0%	-6.9%	33.8%	22.5%	18.2%
Điều chỉnh					0.6%	3.6%	0.7%	
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6,438	7,228	8,903	10,913	7,212	8,910	10,907	13,061
Tăng trưởng	58.6%	12.3%	23.2%	22.6%	12.0%	23.5%	22.4%	19.7%
Điều chỉnh					-0.2%	0.1%	-0.1%	
Thu nhập ngoài lãi khác	4,838	6,475	6,650	6,987	4,353	5,626	7,207	7,629
Tăng trưởng	-17.9%	33.8%	2.7%	5.1%	-10.0%	29.2%	28.1%	5.9%
Điều chỉnh					-32.8%	-15.4%	3.1%	
Tổng thu nhập HĐ	52,297	51,666	64,827	79,994	49,739	65,606	80,653	94,592
Tăng trưởng	18.0%	-1.2%	25.5%	23.4%	-4.9%	31.9%	22.9%	17.3%
Điều chỉnh					-3.7%	1.2%	0.8%	
Chi phí HĐ	(14,116)	(14,186)	(16,450)	(19,440)	(13,941)	(17,089)	(20,599)	(23,978)
Tăng trưởng	31.7%	0.5%	16.0%	18.2%	-1.2%	22.6%	20.5%	16.4%
Điều chỉnh					-1.7%	3.9%	6.0%	
Chi phí dự phòng	(22,461)	(23,177)	(25,017)	(27,779)	(24,994)	(26,481)	(31,661)	(35,450)
Tăng trưởng	16.9%	3.2%	7.9%	11.0%	11.3%	5.9%	19.6%	12.0%
Điều chỉnh					7.8%	5.8%	14.0%	
LNTT	15,720	14,303	23,359	32,774	10,804	22,036	28,392	35,164
Tăng trưởng	9.4%	-9.0%	63.3%	40.3%	-31.3%	104.0%	28.8%	23.9%
Điều chỉnh					-24.5%	-5.7%	-13.4%	
Lợi nhuận thuần	13,768	12,289	18,044	25,254	9,974	17,204	22,174	27,342
Tăng trưởng	17.5%	-10.7%	46.8%	40.0%	-27.6%	72.5%	28.9%	23.3%
Điều chỉnh					-18.8%	-4.7%	-12.2%	

Nguồn: VPB, HSC

Những điều chỉnh chính và quan điểm của chúng tôi như sau:

- **Tăng trưởng tín dụng:** Gần như giữ nguyên giả định với tín dụng tăng trưởng 25,2% cho năm 2024, sau đó tăng trưởng lần lượt 23,6% và 20,7% trong năm 2025-2026, chủ yếu nhờ Ngân hàng mẹ (bình quân 23,2%) và VPBankS (bình quân 40%), thay vì FE Credit (bình quân 11,3%).

Bảng 2: Điều chỉnh các giả định chính, VPB

Những điều chỉnh chính bao gồm: tăng nhẹ giả định tăng trưởng tín dụng trong năm 2024-2025, hạ giả định tỷ lệ NIM (trong năm 2025), giảm giả định tỷ lệ nợ xấu (nhờ tăng trưởng tín dụng cao hơn dự báo trong năm 2023) & nâng giả định chi phí tín dụng đối với Ngân hàng mẹ

	Dự báo cũ				Dự báo mới			
	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng tín dụng, hợp nhất	22.9%	22.2%	25.0%	22.9%	25.1%	25.2%	23.6%	20.7%
Tăng trưởng tín dụng, VPB	29.6%	27.5%	26.8%	24.2%	32.9%	26.6%	24.3%	21.5%
Tăng trưởng tín dụng, FEC	-8.7%	-10.0%	10.0%	12.0%	-18.2%	10.0%	12.0%	12.0%
Tỷ lệ NIM, hợp nhất	7.7%	5.7%	6.1%	6.7%	5.7%	6.1%	6.2%	6.1%
Tỷ lệ NIM, VPB	5.5%	4.3%	4.8%	5.4%	4.3%	4.8%	5.1%	5.1%
Tỷ lệ NIM, FEC	18.9%	14.6%	18.3%	19.4%	14.4%	18.4%	19.5%	19.8%
Tỷ lệ nợ xấu, hợp nhất	5.7%	5.4%	4.5%	3.9%	5.0%	4.1%	3.8%	3.7%
Tỷ lệ nợ xấu, VPB	2.8%	3.8%	3.2%	2.9%	3.2%	2.9%	2.9%	2.9%
Tỷ lệ nợ xấu, FEC	21.8%	18.0%	16.0%	14.0%	22.1%	16.0%	14.0%	14.0%
Chi phí tín dụng, hợp nhất	5.6%	4.7%	4.1%	3.6%	4.9%	4.1%	4.0%	3.6%
Chi phí tín dụng, VPB	2.7%	2.5%	2.7%	2.4%	2.9%	2.9%	2.9%	2.7%
Chi phí tín dụng, FEC	19.0%	18.9%	16.1%	15.5%	19.6%	16.1%	16.6%	15.6%

Nguồn: VPB, HSC

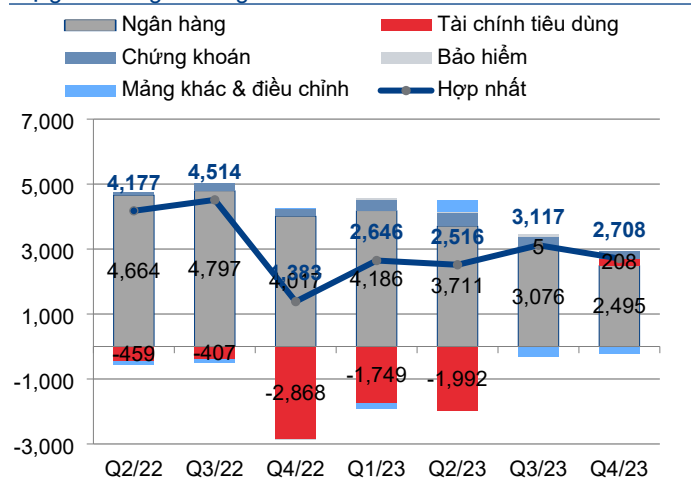
- **Tỷ lệ NIM:** Gần như giữ nguyên cho năm 2024 ở mức 6,1%, giảm 50 điểm cơ bản dự báo năm 2025 xuống 6,2% do (1) nền kinh tế hồi phục chậm hơn kì vọng, có nghĩa là chúng tôi kỳ vọng chính sách tiền tệ hỗ trợ sẽ kéo dài hơn và (2) cạnh tranh lãi suất giữa các NHTM.

Cho năm 2024, HSC dự báo tỷ lệ NIM sẽ cải thiện 33 điểm cơ bản (hợp nhất) và 50 điểm cơ bản so với cùng kỳ ở cấp độ Ngân hàng mẹ, chủ yếu nhờ chi phí huy động giảm mạnh.

- **Lãi thuần HĐ dịch vụ:** Gần như giữ nguyên. HSC dự báo lãi thuần HĐ dịch vụ tăng trưởng lần lượt 23,5% và 22,4% trong năm 2024 và 2025 nhờ thu nhập phí dịch vụ truyền thống tăng trưởng ổn định (thanh toán, giao dịch, thẻ), mảng bancassurance hồi phục nhẹ và tăng trưởng mạnh từ các mảng kinh doanh mới khai thác (chứng khoán và bảo hiểm phi nhân thọ).
- **Thu nhập ngoài lãi khác:** HSC giảm 15,4% dự báo cho năm 2024 (tăng trưởng 29,2%) nhưng tăng 3% dự báo cho năm 2025 (tăng trưởng 28,1%). Mặt bằng lãi suất thấp hiện tại thuận lợi cho mảng kinh doanh nguồn vốn, và thị trường BĐS hồi phục từ cuối năm 2024 (theo kỳ vọng của chúng tôi) sẽ giúp đẩy mạnh thu nhập từ thu hồi nợ xấu.
- **Tỷ lệ nợ xấu và chi phí tín dụng:** HSC hạ giả định tỷ lệ nợ xấu tại thời điểm cuối năm 2024-2025 do những nguyên nhân như sau: (1) nâng giả định chi phí tín dụng để xử lý nợ xấu và (2) việc sử dụng trái phiếu VAMC làm công cụ để kiểm soát tỷ lệ nợ xấu. Nhìn chung, HSC cho rằng sức ép lên chất lượng tài sản trong năm 2024-2025 vẫn sẽ cao ở Ngân hàng mẹ (tương đương năm 2023) và giảm xuống vừa phải đối với FE Credit.

Biểu đồ 3: LNTT của các mảng kinh doanh theo quý (tỷ đồng), VPB

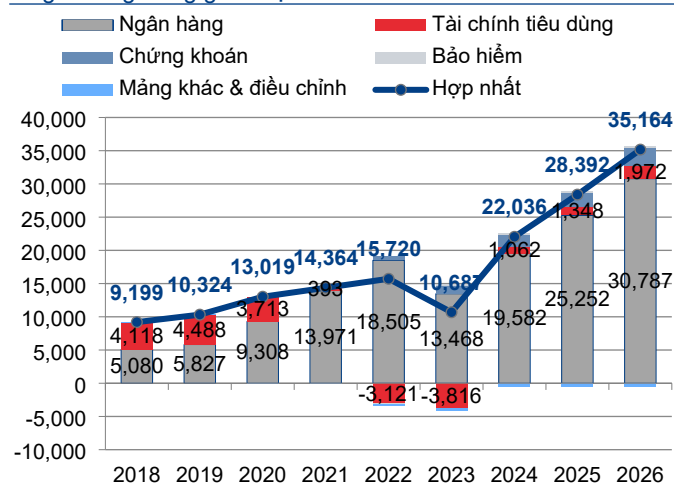
LNTT của FE Credit đã hồi phục trong khi LNTT của Ngân hàng mẹ giảm trong 6 tháng cuối năm 2023



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 4: LNTT của các mảng kinh doanh theo năm (tỷ đồng), VPB

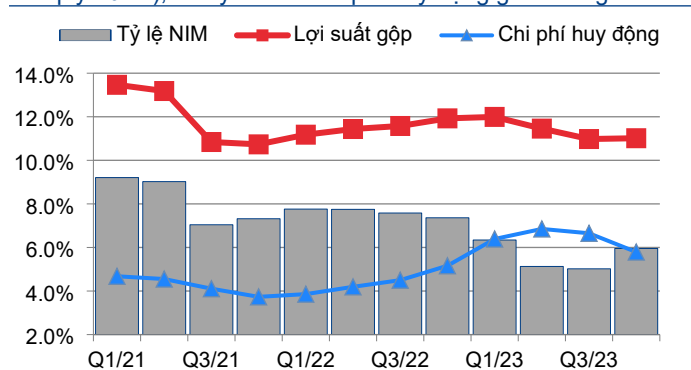
HSC kỳ vọng lợi nhuận của VPB và FE Credit đều sẽ phục hồi và tăng trưởng trong giai đoạn 2024-2026



Ghi chú: LNTT năm 2021-2022 được điều chỉnh vì khoản lãi không thường xuyên
Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 5: Tỷ lệ NIM theo quý, VPB hợp nhất

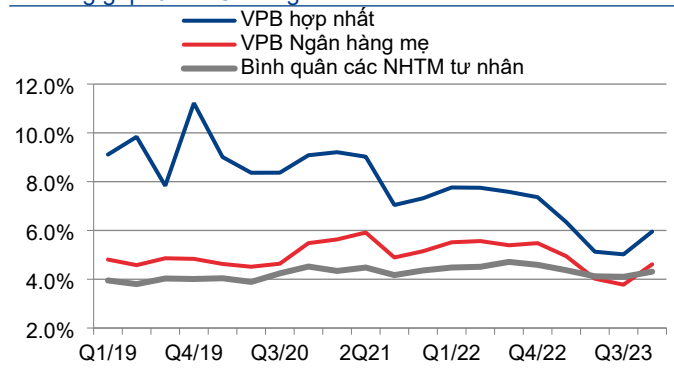
Tỷ lệ NIM phục hồi mạnh trong Q4/2023 (tăng 93 điểm cơ bản so với quý trước), chủ yếu nhờ chi phí huy động giảm đáng kể



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 6: So sánh tỷ lệ NIM, VPB và các NHTM khác

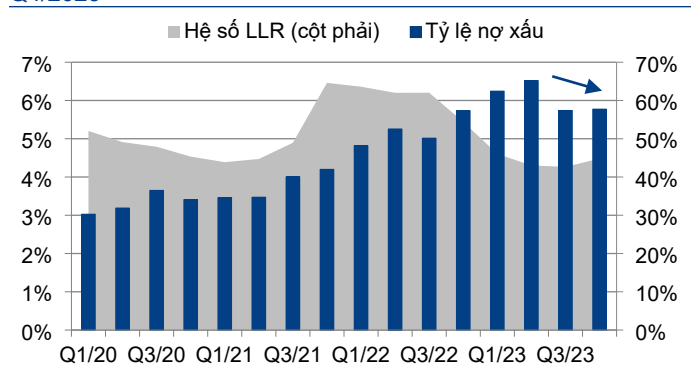
Tỷ lệ NIM của VPB giảm đáng kể trong 4-5 năm qua, một phần do đóng góp từ FE Credit giảm



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 7: Tỷ lệ nợ xấu & hệ số LLR, VPB hợp nhất

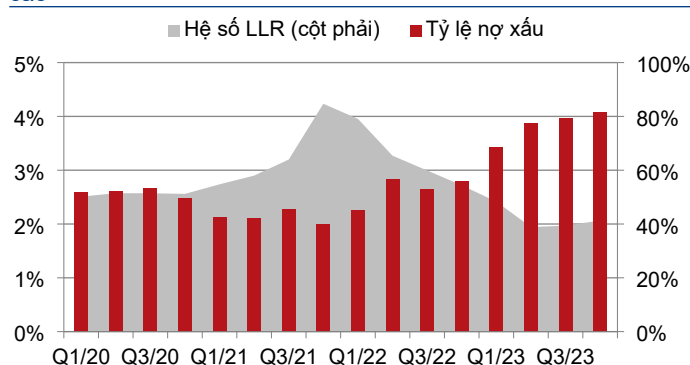
Tỷ lệ nợ xấu có xu hướng đi ngang so với quý trước trong Q4/2023



Ghi chú: HSC đưa trái phiếu VAMC ghi nhận trong Q4/2023 vào phần nợ xấu
Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 8: Tỷ lệ nợ xấu & hệ số LLR, VPB

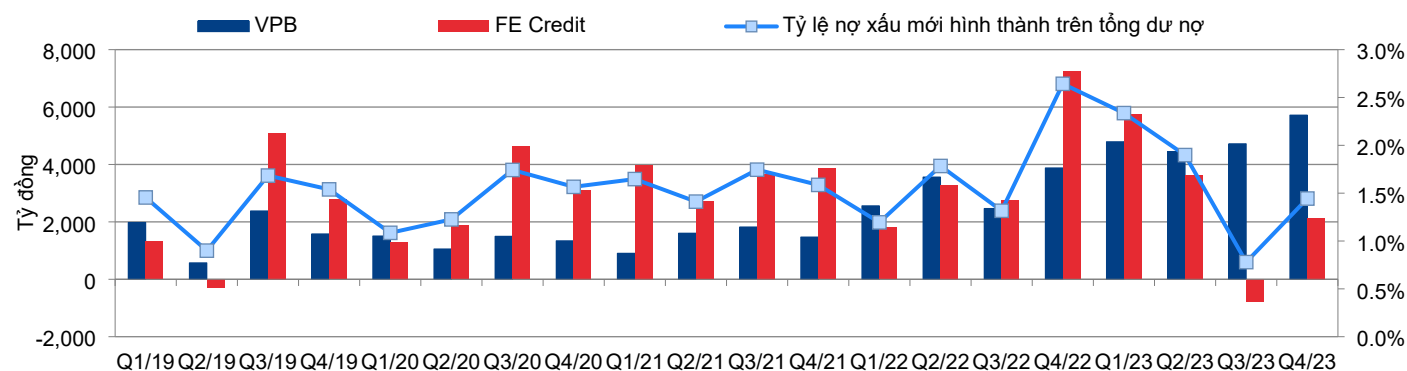
Áp lực về chất lượng tài sản lên Ngân hàng mẹ VPB vẫn ở mức cao



Ghi chú: HSC đưa trái phiếu VAMC ghi nhận trong Q4/2023 vào phần nợ xấu
Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 9: Cơ cấu nợ xấu mới hình thành, VPB hợp nhất

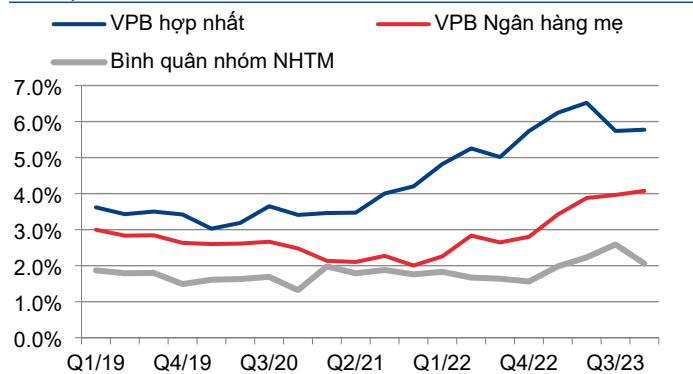
Tổng nợ xấu mới hình thành tăng trở lại trong Q4/2023 (từ cả Ngân hàng mẹ VPB và FE Credit), điều này khiến HSC kém lạc quan hơn về triển vọng chất lượng tài sản sẽ cải thiện nhanh chóng; do đó, HSC điều chỉnh tăng giá định chi phí dự phòng trong năm 2024-2025



Ghi chú: HSC đưa trái phiếu VAMC ghi nhận trong Q4/2023 vào phần nợ xấu
Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 10: So sánh nợ xấu mới hình thành, VPB và các NHTM tư nhân khác

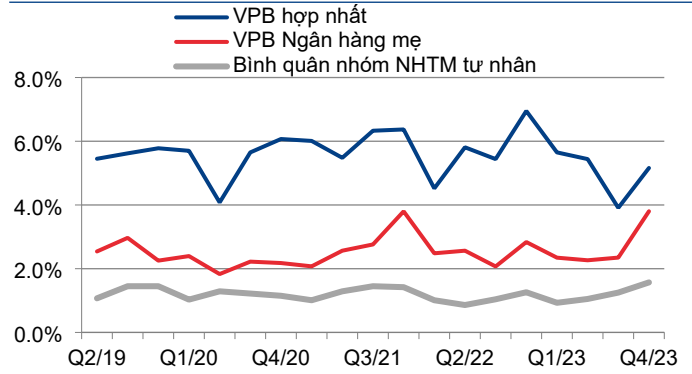
VPB có khẩu vị rủi ro cao hơn nên tỷ lệ nợ xấu luôn cao hơn mức bình quân nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 11: So sánh chi phí tín dụng, VPB và các NHTM tư nhân khác

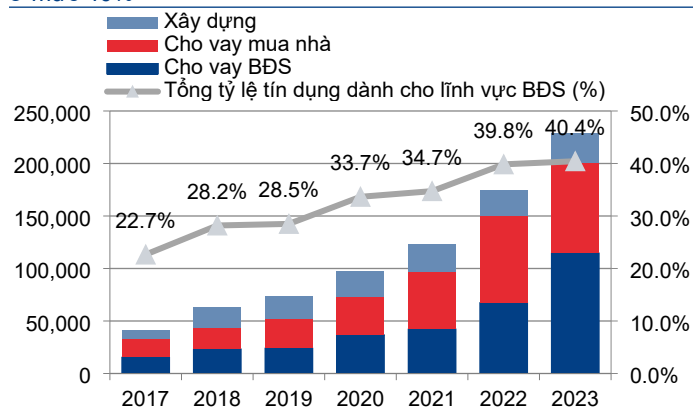
Tương tự, chi phí tín dụng của VPB luôn cao hơn mức bình quân nhóm NHTM tư nhân



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 12: Cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS (tỷ đồng), VPB hợp nhất

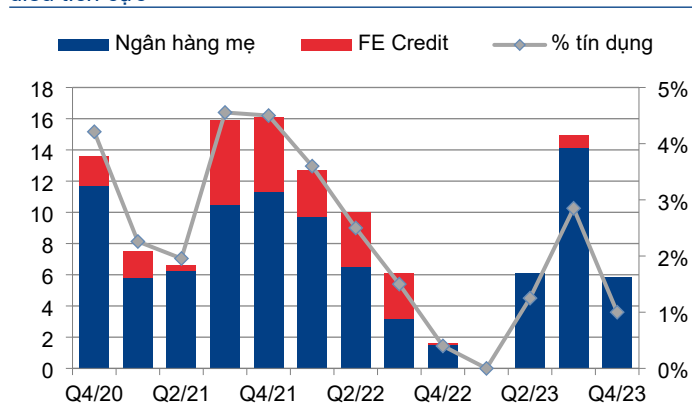
Tỷ trọng cho vay liên quan đến lĩnh vực BĐS tiếp tục tăng, hiện ở mức 40%



Nguồn: VPB, HSC

Biểu đồ 13: Các khoản vay được tái cơ cấu (nghìn tỷ đồng), VPB hợp nhất

Việc các khoản vay được tái cơ cấu giảm trong Q4/2023 là một điều tích cực



Nguồn: VPB, HSC

Bảng 14: Phân tích DuPont, VPB hợp nhất

VPB đã dần chuyển sang mô hình kinh doanh có rủi ro thấp hơn và bền vững hơn (lợi suất tài sản và chi phí dự phòng giảm dần), đồng thời cải thiện đáng kể hiệu quả hoạt động với tỷ trọng lãi thuần HĐ dịch vụ tăng và chi phí hoạt động giảm

% tài sản bình quân	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	8.1%	8.2%	8.7%	8.1%	7.1%	7.0%	5.3%	5.7%	5.8%	5.8%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	0.6%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Thu nhập ngoài lãi	1.2%	1.6%	0.8%	0.8%	1.2%	1.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
Trích lập dự phòng	-3.2%	-3.7%	-3.9%	-3.7%	-4.0%	-3.8%	-3.4%	-2.9%	-2.9%	-2.8%
Chi phí HĐ	-3.5%	-3.5%	-3.5%	-2.9%	-2.2%	-2.4%	-1.9%	-1.9%	-1.9%	-1.9%
Thuế	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.6%
Lợi ích thiểu số	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	-0.05%	-0.1%	-0.1%
ROA	2.5%	2.4%	2.4%	2.6%	2.4%	3.1%	1.4%	1.9%	2.1%	2.2%
Tài sản/vốn CSH (lần)	10.8	9.3	9.1	8.4	7.4	6.7	6.3	6.4	7.1	7.5
ROE	27.5%	22.8%	21.5%	21.9%	17.9%	20.7%	8.7%	12.3%	14.6%	16.2%

Nguồn: VPB, HSC

Kế hoạch năm 2024 khá tham vọng

Kế hoạch của VPB cho năm 2024 có vẻ tham vọng với LNTT hợp nhất đạt 23.165 tỷ đồng (tăng trưởng 114%), dựa trên tăng trưởng tín dụng 25,2%, tăng trưởng tiền gửi (tiền gửi khách hàng và giấy tờ có giá) 22%, tỷ lệ nợ xấu dưới 3% (so với 2,95% trong năm 2023, dựa trên cách tính quy định trong Thông tư 11).

Dự báo LNTT hợp nhất năm 2024 của chúng tôi thấp hơn 5% so với kế hoạch của VPB, có thể do chi phí dự phòng cao hơn và/hoặc lãi mua bán trái phiếu/lãi mua bán chứng khoán thấp hơn kế hoạch.

Bảng 15: Kế hoạch LNTT năm 2024, VPB

LNTT hợp nhất theo dự báo của HSC thấp hơn 5% so với kế hoạch của VPB

	2023	Kế hoạch 2024	Tăng trưởng	2024 HSC dự báo	Tăng trưởng
VPB	13,468	20,709	54%	19,582	45%
FE Credit	-3,699	1,200		1,062	-129%
VPBankS	1,255	1,909	52%	1,660	32%
OPES	156	873	460%	220	41%
Hợp nhất	10,804	23,165	114%	22,036	104%

Nguồn: VPB, HSC

Ngoài ra, HĐQT cũng đề xuất: (1) chi trả cổ tức tiền mặt 1.000đ/cp (tỷ lệ 10% mệnh giá, lợi suất cổ tức 5,2%, tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức 79,5%) từ lợi nhuận thuần năm 2023 và (2) phát hành ESOP: tối đa 30 triệu cổ phiếu (tương đương 0,38% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) với giá phát hành 10.000đ/cp.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với VPB xuống Tăng tỷ trọng và giảm giá mục tiêu xuống 22.800đ, chủ yếu sau khi hạ dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 18% và P/B dự phóng năm 2024 là 1,25 lần (so với bình quân nhóm NHTM tư nhân ở mức 1,2 lần), cân bằng giữa kỳ vọng hồi phục mạnh mẽ trong năm 2024-2025, nền vốn vững chắc & tăng trưởng tài sản với rủi ro về chất lượng tài sản. Với lợi suất cổ tức 5,2%, tổng lợi suất kỳ vọng của VPB sẽ là 23%, từ đó chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với cổ phiếu VPB.

HSC giảm 7% giá mục tiêu

HSC giảm 7% giá mục tiêu xuống 22.800đ (tiềm năng tăng giá 17,8%) do KQKD năm 2023 thấp hơn dự báo và 4,7% và 12,2% cắt giảm dự báo lợi nhuận năm 2024-2025.

Các giả định khác được giữ nguyên, bao gồm beta 1,1 lần; phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh 10% (cao hơn so với mức chung sử dụng cho mô hình DCF của HSC) và hệ số ROE dài hạn 17,5% (giữ nguyên). Kết quả định giá theo phương pháp thu nhập thẳng dư của HSC được trình bày trong Bảng 16 dưới đây. Trong khi đó, phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá đầu vào chính được trình bày trong Bảng 17.

Bảng 16: Định giá thu nhập thẳng dư, VPB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Năm kết thúc
Lợi nhuận thuần	17,204	22,174	27,342	30,333	34,123	38,985	44,986	46,786
- Chi phí vốn CSH	20,195	21,717	23,853	26,764	30,108	33,998	38,560	40,102
Lợi nhuận thẳng dư	-2,990	457	3,489	3,569	4,014	4,986	6,427	6,684
Giá trị dài hạn								
Chi phí vốn CSH tích lũy	1.00	1.15	1.32	1.52	1.75	2.01	2.31	
Giá trị hiện tại	-2,990	398	2,638	2,346	2,295	2,479	29,047	
Vốn đầu tư CSH =	144,779							
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thẳng dư =	36,214							
Giá trị vốn CSH =	180,993							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp) =	7,934							
Giá trị của cổ phiếu (đồng) =	22,813							
Giá mục tiêu cuối năm 2024	22,800							

Nguồn: HSC

Bảng 17: Phân tích độ nhạy, VPB

HSC đưa ra giá mục tiêu 22.800đ dựa trên lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10%

Lãi suất phi rủi ro		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
	3.0%	35,971	30,372	26,013	22,524	19,667
	3.5%	33,240	28,263	24,336	21,158	18,531
	4.0%	30,822	26,369	22,813	19,905	17,482
	4.5%	28,667	24,659	21,422	18,751	16,509
	5.0%	26,733	23,106	20,147	17,685	15,604

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu VPB có diễn biến kém tích cực hơn so với bình quân nhóm NHTM trong năm 2023 và kể từ đầu năm 2024, do lợi nhuận năm 2023 thấp hơn kỳ vọng và áp lực về chất lượng tài sản.

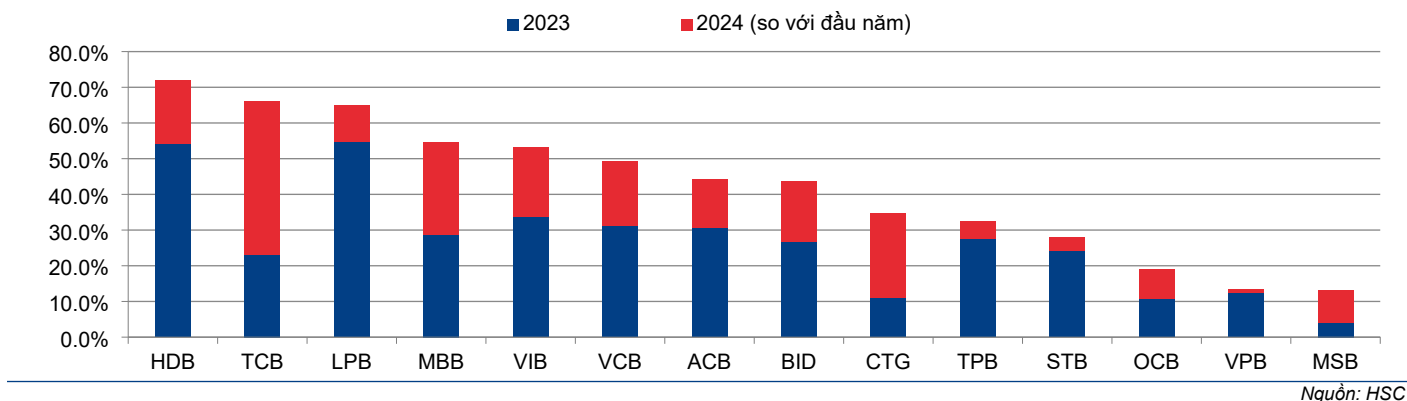
Tuy nhiên, HSC tin rằng lợi nhuận của Ngân hàng đã chạm đáy và sẽ hồi phục mạnh trong năm 2024 nhờ nền kinh tế hồi phục, triển vọng ngành ngân hàng cải thiện và nền vốn vững chắc hơn của VPB cùng thỏa thuận hợp tác toàn diện hơn với cổ đông chiến lược Nhật Bản SMBC. Triển vọng trung và dài hạn vững chắc nhờ nguồn vốn mới sẽ giúp củng cố nền vốn của Ngân hàng và tạo điều kiện cho tăng trưởng cao hơn mức bình quân ngành trong 3-5 năm tới.

Sau khi điều chỉnh dự báo, HSC hạ khuyến nghị đối với VPB xuống Tăng tỷ trọng và giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 22.800đ, tương đương P/B dự phóng năm 2024 là 1,25 lần.

Động lực/rủi ro ngắn hạn đối với giá cổ phiếu: Áp lực hiện tại đối với chất lượng tài sản cùng sức ép lên hệ số ROE sau khi tăng vốn mạnh là những yếu tố có thể ảnh hưởng tiêu cực tới diễn biến giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Ngược lại, triển vọng hồi phục mạnh trong năm 2024 và lợi suất cổ tức hấp dẫn là những yếu tố tích cực.

Biểu đồ 18: Diễn biến giá cổ phiếu, VPB và các NHTM tư nhân

Cổ phiếu VPB diễn biến kém tích cực hơn so với các NHTM tư nhân trong năm 2023 và từ đầu năm 2024



Biểu đồ 19: P/B trượt dự phóng 1 năm, VPB

VPB hiện có P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,04 lần...



Biểu đồ 20: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, VPB

...thấp hơn 0,57 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Bảng 21: So sánh với các NHTM HSC khuyến nghị (dữ liệu tại ngày 10/4/2024)

Ngân hàng	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	P/B (lần)			ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		PB tại giá mục tiêu (lần)	
				2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2023	2024F
ACB	27,100	Mua vào	32,900	1.48	1.24	1.03	24.8	23.1	22.6	10.4	17.9	1.80	1.51
BID	52,000	Nắm giữ	49,600	2.51	2.00	1.74	20.0	18.5	18.4	18.1	14.0	2.40	1.91
CTG	33,650	Mua vào	38,300	1.43	1.26	1.09	17.3	17.8	18.6	14.8	24.7	1.62	1.43
HDB	23,950	Tăng tỷ trọng	26,600	1.56	1.25	1.01	24.7	24.6	23.7	22.3	19.8	1.73	1.38
LPB	18,750	Giảm tỷ trọng	14,500	1.46	1.29	1.13	19.2	12.5	16.0	5.8	23.7	1.13	1.00
MBB	23,800	Mua vào	26,100	1.34	1.10	0.89	24.5	22.6	22.4	12.5	15.1	1.47	1.20
MSB	14,350	Mua vào	17,300	0.92	0.78	0.67	16.0	16.2	16.5	18.8	19.4	1.11	0.94
OCB	14,650	Mua vào	16,600	1.02	0.87	0.75	15.3	15.5	14.5	18.1	9.2	1.15	0.98
STB	29,100	Mua vào	37,800	1.20	0.97	0.78	18.1	20.9	23.4	39.2	38.6	1.56	1.26
TCB	45,650	Mua vào	51,000	1.23	1.09	0.95	14.8	16.4	17.6	26.1	22.7	1.38	1.22
TPB	18,350	Nắm giữ	18,900	1.23	1.11	0.97	13.7	17.1	19.0	32.3	25.8	1.27	1.14
VCB	94,500	Tăng tỷ trọng	101,800	3.14	2.40	2.05	21.7	20.2	19.0	19.6	14.9	3.38	2.59
VIB	22,900	Tăng tỷ trọng	24,200	1.54	1.28	1.05	24.3	24.6	25.1	18.2	24.6	1.63	1.35
VPB	19,350	Tăng tỷ trọng	22,800	1.14	1.06	0.96	8.6	12.3	14.6	51.3	28.9	1.34	1.25
Bình quân ngành				1.51	1.26	1.08	18.8	18.7	19.4	22.0	21.4	1.64	1.37
Bình quân các NHTM có vốn Nhà nước				2.36	1.89	1.63	18.3	18.4	19.1	17.5	17.9	2.47	1.98
Bình quân các NHTM tư nhân				1.28	1.09	0.93	18.3	18.4	19.3	23.2	22.3	1.42	1.20

Nguồn: VPB, HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	62.2	76.6	88.7	110	132
Chi phí lãi	(21.2)	(38.4)	(37.6)	(47.6)	(58.3)
Thu nhập lãi thuần	41.0	38.2	51.1	62.5	73.9
Lãi thuần HĐ dịch vụ	6.44	7.21	8.91	10.9	13.1
Lãi thuần HĐ KDNH	(0.62)	(0.81)	(0.78)	(0.79)	(0.81)
Lãi/lỗ từ mua bán CK	0.36	0.63	0.51	0.57	0.53
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
Thu nhập khác	10.6	4.53	5.89	7.42	7.90
Tổng thu nhập HĐ	57.8	49.7	65.6	80.7	94.6
Chi phí HĐ	(14.1)	(13.9)	(17.1)	(20.6)	(24.0)
LN trước dự phòng	43.7	35.8	48.5	60.1	70.6
Chi phí dự phòng	(22.5)	(25.0)	(26.5)	(31.7)	(35.4)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	21.2	10.8	22.0	28.4	35.2
Chi phí thuế TNDN	(4.31)	(2.31)	(4.41)	(5.68)	(7.03)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.26)	(1.48)	0.42	0.54	0.79
Lợi nhuận thuần	18.2	9.97	17.2	22.2	27.3
EPS (đồng)	2,718	1,433	2,168	2,795	3,446
DPS (đồng)	-	1,000	1,000	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	6,685	6,959	7,934	7,934	7,934
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	6,713	7,934	7,934	7,934	7,934
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	6,713	7,934	7,934	7,934	7,934

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	2.66	2.28	4.53	6.07	7.10
Tiền gửi tại NHNN	9.94	8.42	16.7	20.9	25.7
Tiền gửi tại các TCTD khác	48.0	94.1	94.7	90.4	95.4
Chứng khoán kinh doanh	7.79	12.3	14.7	16.9	19.3
Các công cụ tài chính phái sinh	0	0	0	0	0
Số dư cho vay thuần	426	552	701	872	1,057
Tổng dư nợ cho vay	439	567	715	888	1,076
Dự phòng rủi ro	(13.7)	(14.8)	(13.4)	(16.0)	(19.0)
Chứng khoán đầu tư	83.1	94.6	96.9	102	108
CK đầu tư sẵn sàng để bán	82.7	88.1	93.8	101	108
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	0.61	6.76	4.85	4.85	4.85
Dự phòng rủi ro	(0.25)	(0.22)	(1.74)	(3.48)	(4.35)
Đầu tư dài hạn	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19
Tài sản cố định	1.86	1.92	2.08	2.19	2.32
Tài sản khác	52.0	51.4	52.1	54.7	57.3
Tổng tài sản	631	818	983	1,165	1,373
Nợ phải trả	528	678	833	1,000	1,186
Tiền gửi của NHNN	1.93	4.12	4.24	4.37	4.50
Tiền gửi của các TCTD khác	140	156	187	200	214
Tổng tiền gửi KH	303	442	556	694	854
Trái phiếu và CCTG	63.7	47.8	61.7	69.5	78.2
Nợ khác	18.5	27.1	24.3	31.5	35.8
Vốn chủ sở hữu	96.8	135	145	159	179
Vốn điều lệ	67.4	79.3	79.3	79.3	79.3
Thặng dư vốn cổ phần	0	24.0	24.0	24.0	24.0
Lợi nhuận giữ lại	16.8	19.1	24.9	35.6	51.3
Quỹ & vốn khác của CSH	13.5	12.2	16.5	20.1	24.6
Lợi ích cổ đông thiểu số	6.66	5.16	5.67	6.21	7.00
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	631	818	983	1,165	1,373
BVPS (đồng)	14,425	16,969	18,248	20,043	22,589

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	15.3	29.6	20.3	18.5	17.8
Tăng trưởng cho vay KH (%)	23.3	29.1	26.0	24.2	21.2
Tăng trưởng huy động KH (%)	25.4	45.9	25.6	25.0	23.0
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	13.5	33.6	25.9	23.7	22.0
Tăng trưởng VCSH (%)	23.6	39.0	7.54	9.84	12.7
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	19.4	(6.94)	33.8	22.5	18.2
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	31.7	(1.24)	22.6	20.5	16.4
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	30.1	(18.0)	35.5	23.8	17.6
Tăng trưởng LNTT (%)	47.7	(49.1)	104	28.8	23.9
Tăng trưởng LN thuần (%)	55.0	(45.1)	72.5	28.9	23.3
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	9.81	6.87	7.29	7.51	7.45
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.40)	(1.92)	(1.90)	(1.92)	(1.89)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	90.4	92.0	93.6	94.2	94.7
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	1.99	1.99	2.50	2.93	3.27
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	72.4	37.8	64.0	80.9	98.0
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	7.12	13.5	8.92	6.92	5.61
P/B (lần)	1.34	1.14	1.06	0.97	0.86
Lợi suất cổ tức (%)	-	5.17	5.17	5.17	5.17

Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	31.4	20.1	26.2	27.5	28.9
ROAA (%)	3.08	1.38	1.91	2.06	2.15
ROAE (%)	20.7	8.62	12.3	14.6	16.2
Chi phí huy động BQ (%)	4.43	6.62	5.16	5.36	5.50
Lợi suất góp BQ (%)	11.7	11.5	10.5	10.9	11.0
Lợi suất thuần (%)	7.24	4.87	5.37	5.53	5.50
Tỷ lệ NIM (%)	7.70	5.73	6.06	6.18	6.15
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	11.1	14.5	13.6	13.5	13.8
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	71.0	76.7	77.8	77.5	78.1
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	29.0	23.3	22.2	22.5	21.9
Tỷ lệ CIR (%)	24.4	28.0	26.0	25.5	25.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	69.8	46.1	35.8	29.0
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	14.9	17.1	15.5	14.4	13.7
VCSH/Tổng TS (%)	15.3	16.5	14.7	13.6	13.1
Đòn bẩy vốn (lần)	6.52	6.07	6.79	7.33	7.66
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	5.72	5.00	3.99	3.71	3.65
Hệ số LLR (%)	54.4	52.2	47.0	48.4	48.3
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	145	128	129	128	126
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	27.7	24.2	23.2	20.8	18.7
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	69.6	69.4	72.7	76.2	78.4
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	251	264	269	274	279
Số lượng nhân viên	29,111	24,973	26,222	27,533	28,909

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn